

Si la bulle éclate, revivra-t-on 2000 ou 2008?

IA Un excès de construction de centres de données et l'arrivée de puces capables de concurrencer celles de Nvidia pourraient refroidir l'euphorie liée à l'IA. Mais que se passerait-il ensuite? Les effets devraient ressembler à ceux de l'éclatement de la bulle dotcom

SEBASTIEN RUCHE

La frénésie actuelle concernant l'intelligence artificielle (IA) serait 17 fois plus importante que la bulle internet de la fin des années 1990 et quatre fois plus massive que la bulle immobilière de 2008. Mais comment risque-t-elle de se finir, si les choses tournent mal? Par une récession comme au début des années 2000, ou par une crise financière comme celle provoquée par les subprimes? Et pourquoi les investisseurs commencent-ils à se demander si OpenAI va conserver sa position de leader?

L'existence d'une bulle est indéniable et il ne faut pas se demander si mais quand elle explosera, avance Albert Saporta, qui dirige GAM Investissements. Tout ce qui touche à l'IA est surévalué, décrit le vétéran des marchés: les géants de la tech tout comme les valeurs des secteurs exposés à cette thématique (construction, énergie), des valeurs défensives devenues des titres de croissance, avec des valorisations jamais vues... En parallèle, on assiste probablement à une mauvaise allocation de capital, avec des investissements massifs qui risquent de déboucher sur des surcapacités et donc des centres de données qui n'auront pas la valeur escomptée, comme cela se produit dans tous les grands

phénomènes technologiques, poursuit Albert Saporta, qui a passé l'essentiel de sa carrière dans des hedge funds. L'élément le plus inquiétant selon lui? Vu la capacité de la Chine à investir à moindre coût, il n'est pas certain que les Etats-Unis resteront les leaders de l'IA, ce qui met la pression sur les perspectives de croissance et de bénéfices des entreprises.

En milliards de dollars, la surévaluation des entreprises non financières américaines, soit 1,5 fois le PIB américain, selon l'économiste Yves Longchamp.

Puces inutilisables et concurrence redoutable

On commence effectivement à voir des signaux de surcapacité dans certaines parties de la chaîne 1A. avance Vincent Jaouane, gérant du hedge fund Vigama Capital à Genève: «Satya Nadella, le directeur général de Microsoft, a récemment indiqué que l'entreprise disposait déjà d'importants volumes de puces qui ne peuvent pas encore être pleinement utilisées, notamment parce que toutes les infrastructures de centres de données ne suivent pas au même rythme. Cela pourrait être un premier signal de normalisation de l'engouement pour l'IA, de même que l'arrivée d'une concurrence plus crédible aux GPU (processeurs graphiques) de Nvidia, selon Vincent Jaouane.

23 fois le Chiffre d'affaire :La valorisation de Nvidia, dont la capitalisation boursière dépasse la totalité du marché français ou allemand.

nee avec des puces TPU plut

OpenAI en danger?

Les TPU [des circuits intégrés spécifiques, ndlr] de Google offrent aujourd'hui un coût de calcul très significativement inférieur à celui des GPU Nvidia pour certains types de charges de travail, résume-t-il. La dernière version du modèle d'LA Gemini, de Google, qui est jugée supérieure à ChatGPT par exemple été entraînée avec des puces TPU plutôt qu'avec du matériel Nvidia

Selon des rumeurs, Meta (la maison mère de Facebook) négocierait actuellement pour investir des milliards dans des puces Google. L'émergence de cette concurrence est l'un des facteurs expliquant la baisse de la capitalisation boursière de Nvidia de plus de 700 milliards de dollars depuis son pic à plus de 5000 milliards, le 29 octobre. Une telle différence dans le cost to compute (le prix de l'accès à la capacité de calcul) finit forcément par poser question pour les entreprises qui ont massivement investi dans l'écosystème Nvidia. Cela ne veut pas dire qu' OpenAI ne survivra pas, loin de là, mais cela montre que le paysage concurrentiel n'est pas figé et que le marché commence à intégrer l'idée qu'un monopole technologique n'est jamais garanti, poursuit Vincent

L'éclatement de la bulle, ou au moins une phase de correction, n'est pas loin, reprend Albert Saporta, de GAM. Les actifs les plus spéculatifs ont déjà commencé à décrocher, dont le bitcoin

ou les sociétés qui en achètent, comme MicroStrategy. Les krachs commencent par des éléments périphériques, résume le trader, qui relève que des pans entiers de la tech ont aussi souffert, comme les acteurs des logiciels qui sont considérés comme les futures victimes de l'IA, qui les remplacera».

Autre illustration de l'accumulation de risques, l'or progresse habituellement en cas d'inflation ou de crise géopolitique majeure; il n'est pas possible d'avoir une très forte hausse de l'once et des valorisations aussi élevées, conclut-il. Et que se passera-t-il si la bulle IA finissait par être percée? La première étape passe toujours par l'effet richesse, la baisse de l'action Nvidia provoquant un recul de la valeur des portefeuilles des investisseurs, résume Michel Girardin, professeur de finance à l'Université de Genève. Cette perspective explique selon lui la réaction du marché après les résultats de Nvidia, le 19 novembre. «Des prises de profit ont eu lieu, car les bonnes nouvelles avaient été anticipées, puis le recul du titre a montré la nervosité des investisseurs, qui se demandent combien de temps cette croissance débridée va durer». Dans un scénario de dégonflage de la bulle, une correction boursière serait probablement suivie par une baisse des investissements dans l'IA et la disparition de nombreuses entreprises non rentables, poursuit Michel Girardin. La consommation ralentit à cause de l'effet richesse, l'emploi sera impacté, mais globalement les dégâts devraient rester inférieurs à ceux observés au début des années 2000..

Pas de crise financière comme en 2008 Pourquoi?

Parce que les banques devraient être peu concernées par le phénomène d'ajustement, conclut l'enseignant-chercheur: «Nous ne nous trouvons pas dans la même configuration que durant les subprimes, en 2008, lorsque la bulle des crédits avait fourni un effet de levier. Actuellement, les investissements dans l'IA sont beaucoup financés par les entreprises, qui ont peu recours à des banques. On voit peu d'effet de levier, alors que c'est l'élément le plus dangereux durant les crises.

L'explosion de la bulle internet provoquerait une récession mais sans implication sur le système financier et sans les faillites bancaires apparues en 2008, quand la bulle avait été alimentée par des innovations financières comme les asset-backed securities (ABS), qui ont explosé, observe pour sa part l'économiste Yves Longchamp.

Aucune innovation de ce genre n'est visible aujourd'hui, mais les colossaux investissements dans les centres de données ont partiellement été financés par du crédit privé. C'est ce que l'on appelle le shadow banking-finance de l'ombre, ndir), qui n'est pas mauvais en soi, mais est moins régulé que le secteur bancaire, poursuit Yves Longchamp. Son manque de transparence lui créera des difficultés et il faudra voir comment ses acteurs accéderont aux liquidités de dernier recours en cas de problème

Enfin, une transmission à l'économie réelle via l'immobilier est possible si la construction des centres de données s'arrête, avec un impact négatif sur les emplois, conclut notre interlocuteur.

Chez Vigama, Vincent Ijaouane voit un canal de transmission potentiel dans la politique de la Réserve fédérale. Aujourd'hui, une part importante de la dynamique d'investissement aux Etats-Unis provient, directement ou indirectement, de l'IA. En

même temps, l'automatisation progresse rapidement dans certains métiers de bureau, sans que les gains de productivité globaux soient encore pleinement visibles. La Fed a un double mandat, stabilité des prix et plein-emploi, et maintenir des conditions monétaires trop restrictives serait une erreur si le moteur IA devait ralentir. L'économie américaine a besoin d'un peu plus de soutien monétaire. conclut le gérant de hedge fund, qui s'attend à une nouvelle baisse de taux d'ici à la fin de l'année, alors que le consensus jusqu'à ces derniers jours semblait rester plus prudent.